

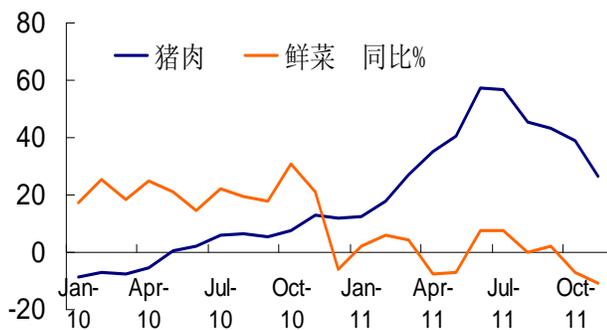


# 国海富兰克林 2012 年度投资策略报告

## 一、宏观分析

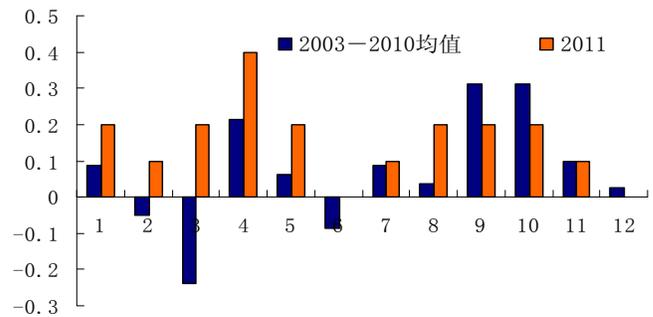
2011 年宏观经济的关键词是“通胀”。自 2010 年 10 月以来，通胀一路上行，年初开始触及 5%，春节后一路攀升，同比增速在 7 月登上 6.5% 的高位，其背后则是猪肉价格的上升周期以及非食品超越季节性因素的上涨。8 月之后，受生猪存栏逐步上升以及政府货币调控的影响，猪肉价格开始进入下降通道，非食品涨幅也逐步低于历史平均，目前来看，CPI 已经回落到 4% 附近，显示通胀压力已经有所缓解；

图 1：食品层面的猪肉是本轮通胀的主要推动力



数据来源：Wind，国海富兰克林基金

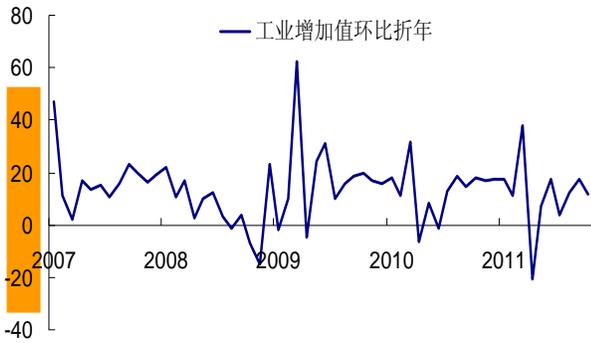
图 2：本轮通胀非食品环比远超历史均值



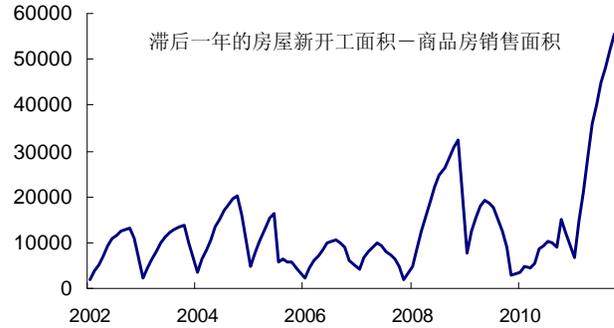
数据来源：Wind，国海富兰克林基金

另一方面，经济增长层面，由于年初新增保障房及水利投资的预期良好，市场对经济增长并没有太大担忧。但实际上，随着存款准备金率提升到历史最高水平，银行体系的流动性非常紧张，以至于实体经济流动性也处于紧张的局面，资金压力影响了经济增长。此外，房地产调控持续致使新开工在下半年开始断崖式下滑，同时汽车销售不振，整体经济增长的两大引擎也活力不再。最终，工业增加值环比自 4 月开始一直处于较低水平，同比增速在年末出现较大程度下降。

图 3：自 2011 年 4 月起工业增加值环比处于较低位置 图 4：房地产调控后库存飙升



数据来源: Wind, 国海富兰克林基金



数据来源: Wind, 国海富兰克林基金

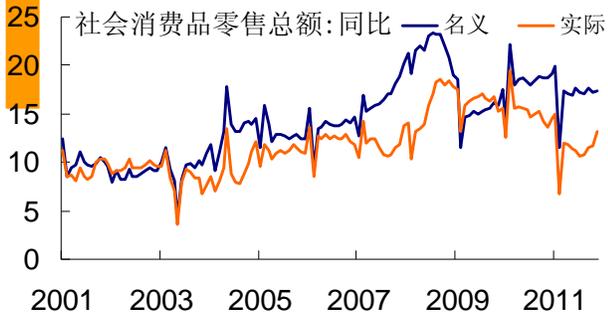
展望 2012 年, 我们认为随着翘尾因素的大幅降低, 同时新涨价因素将弱于历史平均, 进而通货膨胀同比进入下降通道, 因此 2011 年的政策持续紧缩的立场不存在; 另一方面, 随着经济增长环比底部的在 2011 年四季度明确, 以及政策对增长的稳定作用, 2012 年环比将企稳, 但也看不到强劲的上升, 整体同比水平中枢在 8.5% 左右的水平。

**增长:** 2011 年 12 月的准备金率下调明确了针对通胀的紧缩政策发生了转向, 这背后的因素可能来自于外汇占款的大幅减少以及通胀同比水平的迅速回落。很显然, 由于信贷并没有出现之前预期的大幅上升以及政策基调仅仅是稳增长, 实体经济层面短期内没有看到明显的回复, 从 12 月的 PMI 相关指数可以看出, 无论是需求指标, 还是供给指标都较 11 月有所反弹, 同时产成品库存也出现了较大程度的下降, 但是总指标季调之后仅较 11 月略有上升, 显示增长的环比反弹仍然偏弱, 并且可能受到节日效应的干扰。展望 2012 年, 由于通胀压力将大幅下降, 政策基调表现为稳增长, 预计库存的去化将在一季度末完成, 并在二季度之后出现库存回补, 经济增长的同比水平也在一季度企稳之后略有回升。具体来看:

消费层面, 高通胀已经告一段落, 其对实际消费的压制将逐步减弱, 但由于制度方面的改革可能在 2012 年并不会实现, 整体消费较 2011 年可能只是稳中有升。分项来看, 占比较大的汽车销量在 8 月同比增长 4.45% 之后, 在 10 月和 11 月再度陷入负增长, 看起来汽车消费仍然不振。需要明确的是, 由于之前汽车在 2009 以及 2010 年销量大幅上升, 一定程度上透支了未来的需求, 加上 2011 年优惠政策取消,

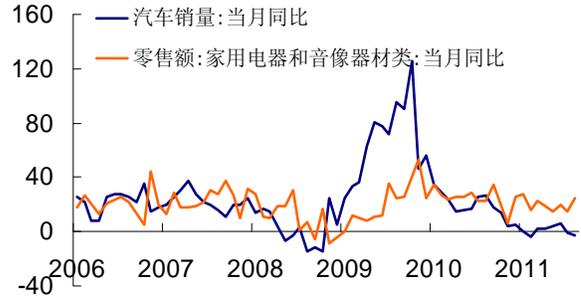
所以 2011 年的汽车销售基本无增长，随着低速平滑时段的过去，销量增速的上升仍有空间。此外，2012 年保障房政策将由新开工向竣工转变，可能在一定程度上拉动家电销售。

图 5: 实际消费增速已有恢复



资料来源: Wind, 国海富兰克林基金

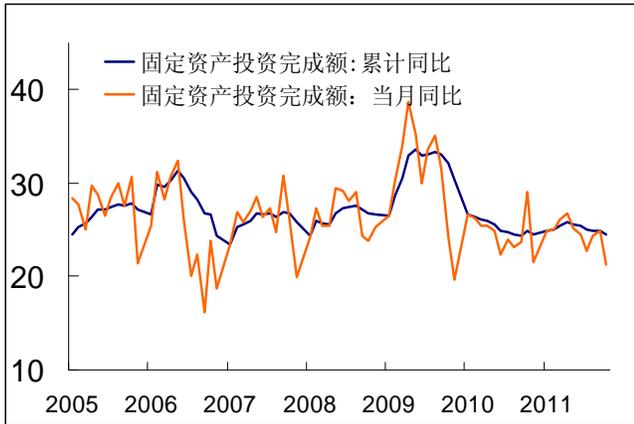
图 6: 汽车及家电同比增速有上行空间



资料来源: Wind, 国海富兰克林基金

投资层面，四季度延续了三季度开始的迅速下行，1 到 11 月固定资产投资累计增长 24.5%，较 5 月高点下降 1.3 个百分点。具体到 11 月当月，投资增速已经下降到 21.3%，其中，房地产投资增速也继续处于下降通道。从现有的房地产库存水平可以判断，未来一段时间将是房地产企业去库存的关键时点，因此新开工投资很有可能断崖式下滑，这将成为固定资产投资增速的主要负面冲击因素。当然，由于 2011 年中央项目的基础设施投资增速已经大幅下降，理论上形成了对冲房地产投资增速下降的主要着力点，其实际情况则依赖于政策导向。此外，信贷作为支撑投资的重要资金来源，就目前的政策基调而言，我们认为大幅放开的概率极小，因此整体固定资产投资将继续回落，主要风险点在于下行的幅度超预期而可能带来房地产调控政策的变化。

图 7: 固定资产投资增速处于下降通道



资料来源: Wind, 国海富兰克林基金

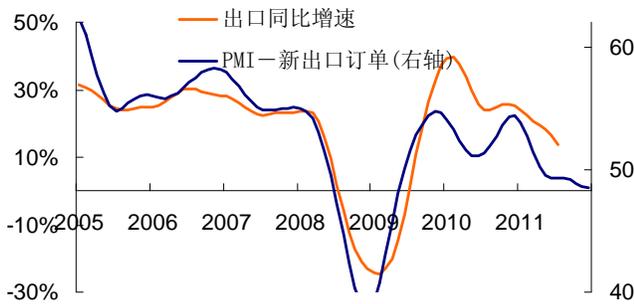
图 8: 商品房销售继续冲击开发投资



资料来源: Wind, 国海富兰克林基金

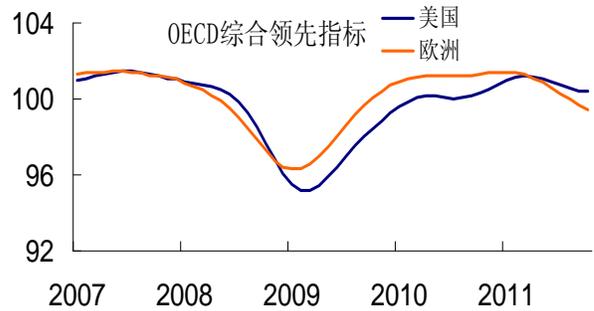
出口层面, 四季度策略报告中我们判断出口继续下行, 目前来看完全符合预期。就出口而言, 一方面全球大部分经济体的经济增速都进入了短期放缓的状态, 另一方面, 由于政治和文化因素, 欧元区的债务问题的解决可能并不是一朝一夕的事情, 其中, 2012 年二季度由于是债务到期的高峰期, 因此可能对上半年出口的影响更大。短期来看, 从 PMI 新出口订单以及主要出口区经济景气度指标来判断, 出口增速仍然处于下降通道。

图 9: PMI 新出口订单领先出口 3 个月左右



资料来源: Wind, 国海富兰克林基金

图 10: 欧洲疲弱, 美国尚可

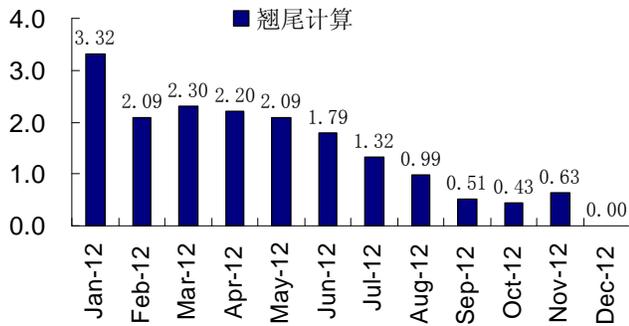


资料来源: Wind, 国海富兰克林基金

**通胀:** 显然, 随着本轮通胀的主要推动力——猪肉价格进入下降通道, 以及非食品的强势环比不再, 通货膨胀自 7 月高点 6.5% 之后开始加速回落, 目前已经回落到 4% 左右的水平。回顾历史, 本轮通胀的环比不但在幅度上超越历史均值, 且在方向上都出现了突破, 我们认

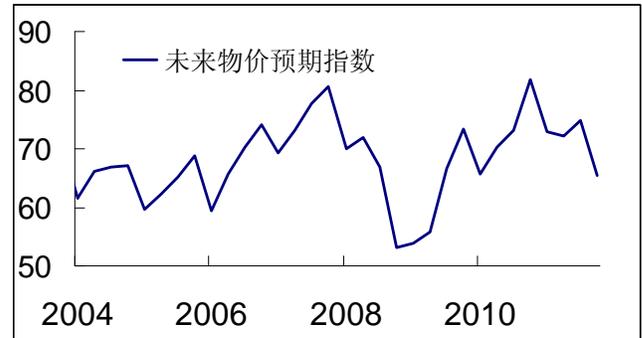
为未来的下降程度很有可能将弱于历史均值，一方面，猪肉价格开始周期向下，另一方面，非食品受经济增长的放缓也逐步低于历史平均，这都意味这 2012 年的通胀新涨价因素较弱，再加上翘尾因素的大幅下降，可以判断整体通胀水平可能在 2.5% 左右，具体走势则是前高到低，四季度可能略有反弹。

图 11: 2012 年 CPI 翘尾因素



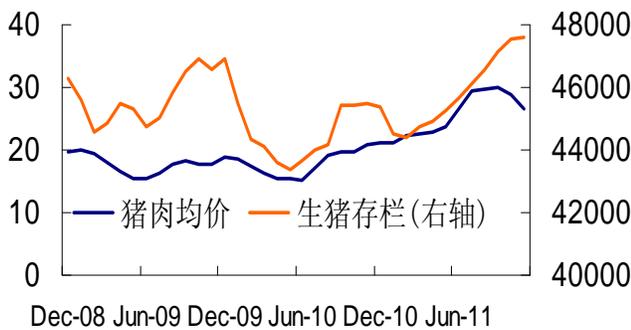
资料来源: Wind, 国海富兰克林基金

图 12: 居民通胀预期已经下降



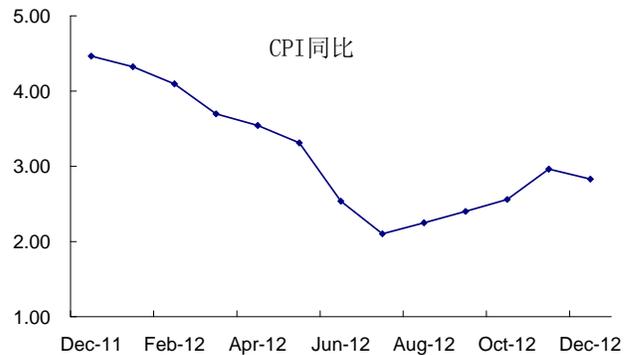
资料来源: Wind, 国海富兰克林基金

图 13: 生猪存栏量向上, 猪肉价格向下



资料来源: Wind, 国海富兰克林基金

图 14: CPI 的可能演绎路径



资料来源: Wind, 国海富兰克林基金

### 债券市场:

**利率:** 随着增长放缓、通胀回落以及流动性转好, 自 9 月起利率市场开始上涨, 10 年国债收益率由 4% 左右回落到 3.4% 附近。目前市场的一致预期是通胀逐步下行, 存在分歧的仅是下行的幅度。而关于经济增长, 则存在较大的分歧, 这在于信贷是否能够会大幅放量以刺激经济增长的迅速强劲反弹。我们倾向于认为, 外汇占款的趋势性下



降，会使得准备金率逐步下调，银行间市场的流动性将充足，但受制于贷存比的限制，以及政策基调仅仅是稳增长，实体经济的流动性恢复则需要时间，因此利率市场仍有一定空间，尽管 10 年国债收益率已经降至 3.4%。此外，我们认为牛市增陡（牛陡，bull Steepen，收益率曲线水平下移，同时曲线增陡。）将是大概率事件，由于目前的流动性仍然面临年底因素的冲击，短期利率处于较高位置，但长期来看，随着准备金率的逐步下调进而超储率回升，中短端利率的下行空间将大于长端，收益率曲线表现为牛陡。

**信用：**2011 年信用市场的关键词是流动性和信用风险。一方面，流动性的持续紧张使得机构必须解杠杆，信用债出现大量抛售；另一方面，城投债以及地产债的信用风险真实的被市场关注，使得中低评级和高评级品种之间利差持续上升。

展望 2012 年，尽管经济增长会在二季度开始逐步企稳，但之后也可能看不到强劲的增长，因此低评级信用债的收益率可能下降空间不大，结合目前的估值水平，我们认为大幅上升的概率也较小，因此低评级信用债可能进入持有票息的周期；其次，作为四季度债市反转的主要品种，高等级信用债收益率已经下降到 4.5%~5%之间的水平，我们认为伴随着通胀的趋势性回落，以及流动性的逐步宽裕，高等级收益率的下降空间仍在。

**转债：**A 股方面，通胀已经告一段落，但通胀过高带来的紧缩措施也同时伤及了经济增长，盈利增长的下降使得指数再度下行。考虑到工业增加值和 PPI 可能在 2012 年一季度逐步企稳，盈利增速将在一季度见底，但基于我们对经济增长的判断，盈利增速的大幅上升也概率不大。此外，连续不断的 IPO 压力也是限制指数上涨的重要因素，结合目前的估值水平，指数将在寻底之后逐步回升，但高度可能有限。

转债方面，四季度初随着流动性好转，转债出现了估值修复行情，未来的上涨空间依赖于正股和供给。从供给角度来看，2012 年有大转债发行，发行量与现有转债容量相当，且存在超预期的可能；另一方面，正股可能不会出现大牛市预期，这使得转股溢价率也不会大幅扩张。就当前的估值水平来看，转债处于历史上的较为便宜的时点，但相对价值可能在上半年低于信用债。



## 二. 投资策略

展望 2012 年，市场的主要矛盾从“通胀 VS 增长”转化为“增长 VS 政策”，政策的焦点从防通胀变为稳增长，货币政策已具备转向的必要；另一方面，寻找新周期的先导产业仍无结果，市场对经济长期增长的信心不足。“经济减速 + 政策逆转 + 转型存疑”是 2012 年的宏观前提，对应在二级市场缺乏系统性投资机会，波动加剧。我们认为上半年的投资机会优于下半年，债券的配置价值高于股票。

### 需求层面

宏观三架马车前景不明，国内投资面临房地产和政府 4 万亿投资失速的叠加风险，库存周期依然处于累加阶段，去库存缺乏弹性，下游需求疲弱；出口在全球陷入经济衰退背景下难言乐观；消费中政府部分依然旺盛，居民消费受到通胀抑制，略有下滑。整体来看，经济增长缺乏可持续的动力，短期的增长主要依赖于政府对冲经济下滑的储备项目投资。

### 流动性困惑

通胀风险短期过去，货币供给和总需求引导 CPI 惯性回落，货币政策将转为稳增长。宏观流动性面临不确定性，微观流动性转好。

**宏观流动性存疑：**货币放松 VS 资本外流。较大的不确定性表现在美元是否走出明显的升值趋势，从而导致国内的资本外流。回顾美国 08 年以来的救市措施，可总结为（1）核销坏账修复了企业的资产负债表，（2）减税促进消费，（3）政府承担负债并通过美元的全球货币地位向海外转嫁风险。对比欧洲、日本和新兴市场的经济表现，美国企业层面盈利持续上升，房地产触底，失业率下降，消费信心恢复，经济已显复苏迹象，因此 2012 年美元可能走出明显的升值趋势，从而促使流动性回流美国。国内政策可以通过扩大货币乘数对冲基础货币的减少，但两者效果不对等，政策应对时间滞后。可能发生的情形是，



我们看到存款准备金率持续下调、公开市场操作等货币政策放松，但宏观流动性反而更紧。

**微观流动性转好：**（1）实体经济需求减弱，使其对流动性的争夺相应减少；（2）房地产、艺术品、黄金等虚拟资产处于中期筑顶时期，股市先期调整和相对较高的资本回报率，是流动性的首选。因此，资本市场的微观流动性可能要强于普遍预期。

### 政策博弈

鉴于通胀和增长的矛盾发生逆转，政策放松的拐点已经出现，方向坚定，但道路曲折。由于现有增长方式不可持续，我们认为政府正试图接受经济潜在增长率下降，同时不断推出微调式的刺激政策以避免经济快速下滑。即政策目标并非保增长，而是软着陆。短期来看就是在通胀、刺激后遗症与经济增长之间寻求平衡，这决定了货币政策放松注定是微调，而非激进式放松。而政策的着力点，主要在民生投资（如保障房、水利、市内交通、环保）或者是对高通胀下被推迟的改革的推进（资源定价改革）。

### 市场博弈

从经济的角度出发，政府主导的依靠固定资产投资增长的旧有模式难以持续，但市场寻找结构转型和新周期先导行业迟迟没有结果。宏观经济无法给资本市场一条清晰的投资路径，市场如果坚守原有的增长模式，注定是漫漫熊途，即使因经济衰退出现政策的放松那也只能是反弹行情。

偏熊的格局可能是2012年市场的大框架，期间反弹因政策的放松预期而展开，又因政策不能兑现或效果欠佳而反复。从反弹的角度，我们认为上半年的市场更有利于反弹展开。首先是经济增长的惯性仍在，政策边际效应相对较好；其次是资本市场对政策放松的反应也较敏感，属于“经济不算差+政策有预期”的阶段。而下半年则面临资本外流、地产过调、银行资产质量等诸多不确定性因素，上半年的投资环境优于下半年。

### 更长的逻辑



更加长远的思维方式是，什么是促成未来中国经济稳定增长的因素，在中国经济中枢下移的过程中，哪些行业具有相对的投资价值，即用中期的希望解决中期的困惑。

日本的成功经验表明，“第三产业的崛起，主导产业在继承中更迭”是贸易先导国家转型的选择。对于中国来说，顺应需求结构变化，巩固制造业的比较优势，聚焦第三产业是现实选择。另一个方面，释放制度红利，在经济领域展开基于税制和富民的改革，从财税征收、垄断行业准入、土地体制上推进，也是应对经济下滑的有效之道。如果市场最终形成上述两个预期，经济增长路径的困惑将消减，那么新周期启动的先导产业，也是核心产业将是内需消费和高端制造业。

### 2012 年的行业选择

从产业链的上中下游观察，保障房和 4 万亿投资的高峰已过，接下来无论是保障房后继建设、水利还是市政建设，其总量规模对比 08 年均属小修小补，意味着大部分中游制造业需求疲软和产能过剩；另一方面政府投资的再度开启是以银行资产质量下降和资金高消耗为代价，对应着银行拨备覆盖率不足和地方国有资产减持。下游消费行业长期看好、短期被透支，消费能力先于消费信心衰退，但结构性机会更加显著。能解决能力与信心之间矛盾的网络购物，以及消费能力不受影响的公务、奢侈品市场获得高成长；大众消费品整体表现平平，龙头与行业平均的分化加剧。上游大宗商品的最佳投资机会正在失去，全球流动性逆转促使其金融属性减弱，商品价格重新回归供求，弱平衡的特点是易跌难涨。

总体来看，大的行业性机会较难捕捉。金融、地产、汽车等先周期行业具有博弈价值；从细分行业的角度，看好医药、大众消费、保险和电力等行业的全年表现，债券的配置价值要高于股票。值得注意的是，在当前的动荡时期，通过资产配置和行业配置等传统的自上而下方法越来越难以获得超额受益，精选个股是唯一出路。

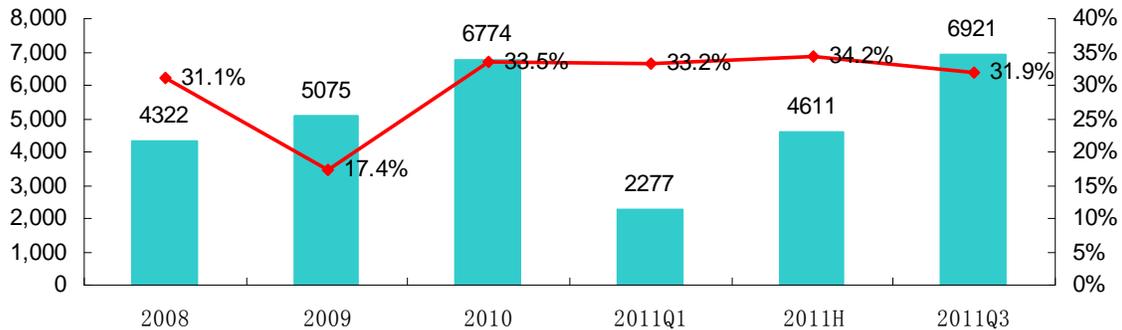
### 三. 行业分析

#### 金融业

##### 银行业

在板块低估值和全年业绩高增长有利因素下，2011 年银行板块走出了明显的相对收益。经过 11 年市场的风格转换，12 年银行板块整体业绩增速下滑（预计 15%左右），不良贷款温和生成，板块继续受制于资产质量的担心估值难以大幅提升，除非市场整体迎来资金面大的放松或政府针对不良贷款出台有利于银行的特殊政策。预计 2012 年银行板块整体走势与大盘基本持平，向上弹性有限，向下跌幅不大，投资银行股的目的在于低估值下的防守策略。

上市银行利润总额和增速



资料来源：上市银行 3 季报

■ 上市公司总计      ◆ 上市公司总计

截至 3 季末银行业的利润总额占全部市场的 46.6%，贡献了 A 股市场近 1 半的利润，也较去年全年占比提高了 6 个百分点。这一占比大幅上升的情况在 08 年也出现过，说明在实体经济增速下降、货币政策收缩的大背景下，资金的定价能力上升，银行相对其他行业的获利能力更强。

银行全年业绩的强劲增长和过去 2 年的低估值是今年行业获取超额收益的重要因素。但展望 2012 年，支持银行业绩高增长的一些重要变量将向着不利于行业的方向发展。首先，息差难言上升空间。存款



的压力仍然巨大，但随着货币政策的逐渐放松贷款的议价能力将弱于今年；中间业务在今年高速增长的基础上明年增速有限；全行业仍面临较大的资产质量压力。随着其他板块的下跌银行的低估值优势也有所减弱。我们认为明年银行同步市场的概率更大，股息收益率具有吸引力的银行股将更受投资者青睐。

### 保险业

我们看好保险股在 12 年基于估值底部和基本面底部的反弹行情。

2011 年前三季度，寿险行业规模保费 7649 亿元，同比下降 7.4%。行业保费出现大规模下降的主要原因包括：银保销售的持续低迷和个险销售的增长乏力。受银监会 10 年 90 号文限制保险代理人银行驻点销售的新政和银行本身今年理财产品的热销，银保销售全年呈现低迷的态势。由于证券市场的低迷，个险产品 4% 左右的结算收益率相对银行理财产品缺乏吸引力，也同样导致了个险市场销售的不理想。虽然短期内还难以看到保费收入增长的明确拐点，但 11 年的艰难处境复制的可能性也较小，保费收入可能呈现低基数上的增长。

受权益市场和债券市场 11 年表现不佳的影响，行业投资收益率普遍不达 4%，且保险公司账面可供出售资产出现浮亏。截止 11 年上半年，人寿、平安、太保 11 年上半年的每股浮亏分别为 0.31 元、0.78 元和 0.63 元。我们认为 12 年保险公司将逐步走出 11 年的困境。一方面随着加息周期步入尾声保险公司所持债券账面价值有望回升；另一方面权益类投资经过 11 年的下跌风险已获得大幅释放。未来保险公司的投资收益有望走出困境。

从估值来看目前保险公司平均估值在 2011 年 1.2 倍 P/EV，估值接近 1 倍净资产，估值再往下走的空间不大，12 年有望迎来低估值下的反弹。

### 证券业

我们对 2012 年证券行业的看法相对乐观。经过 11 年市场的双杀，



证券经纪业务和自营业务的风险已获得大幅释放,使得 2011 年行业整体的业绩获得了低基数优势。除了传统业务基本面可能的改善外,明年仍将是行业业务创新的年份,新业务的放开不仅能给券商带来新的业务增长点,也能带来估值的提升。未来在证券行业内我们更看好低估值的大券商。从目前证券行业的估值来看,行业整体接近历史平均估值的下限,大券商的估值跌到了 1.5 倍 PB 以下,这一估值已显著低于一级市场交易的价格,估值优势非常明显。另一个有意思的现象是在目前二级市场上小券商的估值普遍高于大券商,而一级市场的定价恰恰相反。因此从定价来看二级市场大券商估值的安全边际更高。

2011 年证券公司一级市场转让定价

被转让股权	交易定价 (PB)	时间
国泰君安	2.27	Jun-11
申银万国	2.77	Jun-11
新时代证券	1.32	Jul-11
国都证券	1.83	Aug-11
东方证券	2.19	Sep-11

资料来源: 华泰联合证券研究所报告

## 房地产业

2012 年行业面临的环境是量价齐跌与政策放松的博弈。对开发商来说是痛苦支撑的一年,对房地产下游行业是需求减速的一年,对政策制定者来说是调控目标实现的一年,对房地产股票来说是“盈利下调 + 估值恢复”的一年。

从房市基本面来看,市场进入量价齐跌的循环。改善性需求被限购政策抑制,使降价带来的销量弹性减弱,仅靠首套置业需求无法支撑当前价格。供应持续放大,持续 20 个月的新开工高峰导致新增供应到 2012Q3 才达到高点,库存积累成为必然。开发商资金链更加紧张,2012 年是长期贷款和信托的还款高峰,我们测算行业现金流在 6 月前会持续净流出。销售不畅 + 高库存 + 资金链压力下,预计 2 季度会迎来房价的第二波下降。届时,如政策如期放松,则行业基本面基本触底。



政策是关键，特别是限购政策的退出时点，如晚于 2012 年中期，则将带来行业的硬着陆风险。我们本轮调控是建立在政治高度，而非仅在经济层面，在两大调控目标实现前，难言放松：一是供应和房价的调整到位，即达到中央（而非地方）政府预期的幅度，比如房价回落到 2009 年底到 2010 年初水平；二是包括房产税在内的税收制度日趋完善，驱除房地产投机属性，抑制土地财政继续膨胀。能够干扰中央调控决心的包括开发投资加速下滑和房价下跌带来不良社会影响，前者会在 Q1-Q2 时展现。

开发投资和新开工将持续回落，由保障房带来的开工高峰已经过去，商品房竣工高峰到来导致在建面积下降，开发投资增速受影响。预计 2012 年新开工和开发投资增速分别为 -17%、13%，土地市场继续熊市，可能触发宏观调控提前终止。

总体来看，行业投资面临“基本面向下 + 政策预期向上”的组合，而地产股的特点决定了，股价波动方向跟随政策，因此，行业在 2012 年具备投资机会。黑天鹅事件是限购政策如果在 Q3 仍不放松，行业难免硬着陆。投资选择：（1）行业整合的受益者；（2）北京、上海的上市公司；（3）PB 在一倍左右，不存在资金链风险的公司。

## 零售行业

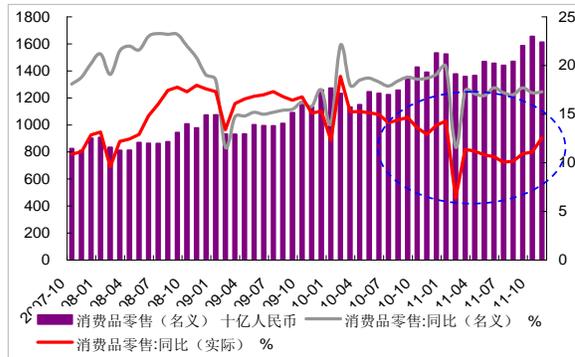
### 商贸行业——“内忧外患”下的零售行业

我们对明年上半年的零售行业比较悲观，在网络购物占比不断提高的大行业背景下，连锁家电要面临更大的竞争压力。而百货零售商更多是面对客单价不断提升后客流量的下降，人力和租金成本的不断上涨将逐渐侵蚀整体零售商的盈利能力。

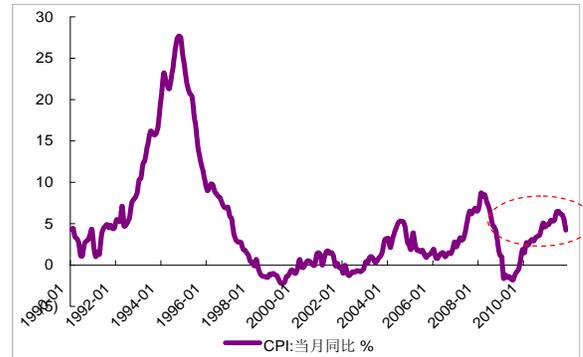
从整体估值上来看，目前整个商业贸易 2011 年预测 PE 倍数 17 倍，2012 年 13 倍，而百货板块 2011 年 PE 只有 18 倍，2012 年 PE 15 倍，相对大盘的估值溢价率也相对较低，从估值角度来看已经处于相对较低，但因为整个经济形势下滑、CPI 高企的宏观背景下，消费者的实际购买力被削弱得很厉害，使得整个终端市场的消费增速有所

下滑。在整个行业基本面还没有真正到底的背景下，行业估值很难回归到原来的 30 倍高位。

图：社消零售总额实际增速2011年下降到10%



图：2010年10月份以来CPI指数维持在4%以上



### 百货业态：客单价提

#### 升带来客流量下降的风险需要注意

从整个百货业态来讲，因为目前国内电子商务百货类的客单价主要集中在 100-300 元之间，相对百货类上市公司中高档定位的 500-1000 元的客单价来说，电子商务对中高端定位的百货店冲击较少。但为了应对租金的不断上涨以及增强客户实地购物黏度，百货公司增加了购物中心业态，并增加了自有物业比例（通过自建或者直接购买的模式），这两个趋势都造成了百货公司进入了新一轮重资产扩张期。

而要确定 2012 年销售收入增速，百货公司需要面对 2011 年的高基数，金银珠宝增速急剧放缓，中高端服装甚至出现销量下滑，而金银珠宝和服装销售收入占比占到百货门店收入 50%以上。以上两个趋势都使得明年的百货增速不容乐观。

在这样的宏观背景下，我们只能拉长我们对零售股的投资周期，并选择未来区域成长空见大，中西部门店较多受到电子商务冲击更少的公司。我们看好连锁门店主要分布在中西部城市的区域百货龙头，并在这样的备选池里，密切关注重组后带来经营能力提升的公司，增发配股等事项刺激下加大公司释放业绩动力的优质百货公司。

#### 连锁家电业态：2012 年苏宁易购的发展将是电子商务的关键一年



2011年京东商城的销售额280亿，苏宁易购70亿左右，差距继续拉大，若2012年京东还是保持翻番增速，对苏宁的压力就非常大了。因此苏宁痛下决心大力发展苏宁易购，明年苏宁易购的销售目标是300亿。我们认为明年电子商务的竞争将非常惨烈，我们也需要密切关注苏宁易购的网站浏览量，SKU数量等关键性的指标。

而对于家电行业，因为这两年的家电下乡、以旧换新等刺激政策一定程度上透支了未来的实际消费，全国大范围的房地产限购也使得新房装修所需要的大家电销售需求也下滑得非常厉害。我们对明年整个家电零售行业都不是很乐观。

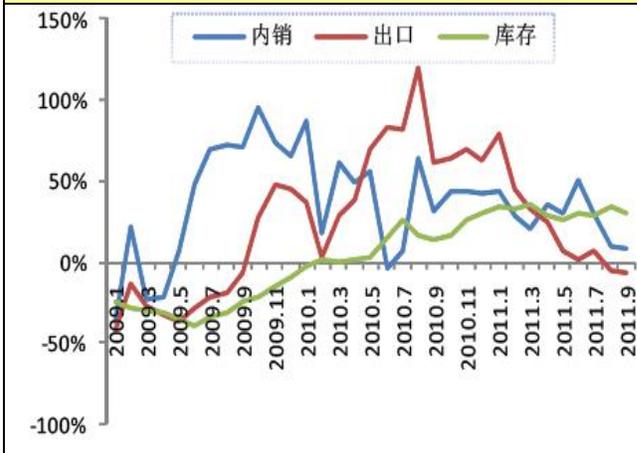
### 超市业态: 2012年CPI下行通道要密切关注可比门店增速下滑的风险

连锁超市的可比门店同比增长率和CPI高度正相关，2011年上半年5%的CPI，大部分超市门店的SSS（可比门店同比增长率）都在10%以上，等到10月份SSS大部分都下滑到个位数，超市门店的内生性增长明显放缓，在2012年大背景是CPI下行通道，内生性SSS估计很难再重新上到两位数以上。那明年超市公司的增速更多还是关注不同公司的外延性扩张，比如通过租赁门店，或者通过小规模收购兼并。

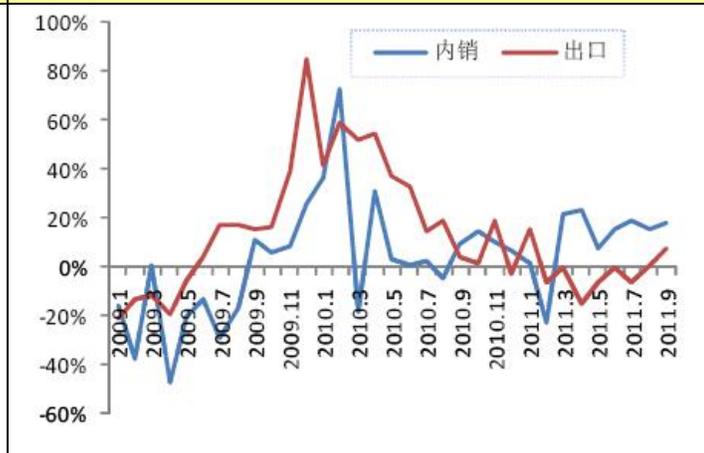
## 家电行业

今年家电企业增速多表现为前高后低，一部分是基数的原因，另外在经历过去两年的高增长后的自然回落。大部分公司对明年一季度的整体增速预期都不高。产销及库存方面，四季度销售以液晶电视表现最好，其他白电产品则有负增长表现。冰箱在9月出现内销负增长，洗衣机和空调则是在10月份内销出现负增长表现。零售端在10月反映出需求疲弱，空调、洗衣机和冰箱在9月份出现明显的消化库存的压力。

图表1: 空调近期销量数据



图表2: 彩电近期销量数据



资料来源: 产业在线, 国海富兰克林基金

我们认为, 在 2012 年整体经济充满不确定因素下, 家电板块具备较强抵御性投资价值。各子行业中, 空调中长期增长空间大, 相比其他家电子行业, 未来增长确定性高。

## 纺织服装行业

随着 2011 年棉价的大幅下跌和国外市场订单的不断减少纺织行业在 2011 年经历了订单和业绩的下滑, 而进入 3 季度之后国内市场同样出现疲软, 纺织企业利润进一步被压缩。在乐观情况下明年 1 季度可能看到此轮周期基本面的底部, 未来纺织企业面临订单量和利润从低谷反弹的可能。未来纺织企业还将获得棉价上涨周期中的获利机会。但从大的行业背景来看, 随着国内劳动力成本的不断上涨, 未来纺织企业将面临产能转移的风险, 东南亚等劳动力更低廉的地区将承接更多的制造业订单。

2011 年服装企业出现的一个情况是随着终端产品价格的不断上涨，终端销售受到了负面影响，数量增幅有限，销售额的增加主要来自于提价因素。

表：2011年服装销售金额增速与数量增速和价格同比涨幅情况

	内销			出口		
	金额 (%)	价格 (%)	数量 (%)	金额 (%)	价格 (%)	数量 (%)
2005	25.0	3.0	21.4	19.9	4.3	15.0
2006	18.6	3.2	15.0	28.8	4.6	23.2
2007	23.3	10.0	12.1	21.0	4.8	15.5
2008	18.3	7.2	10.3	4.1	5.3	-1.2
2009	15.6	7.6	7.4	-11.0	5.3	-15.5
2010	21.6	10.4	10.2	21.2	5.5	14.9
2011E	23.8	19.0	4.0	19.4	15.0	3.8

数据来源：第一纺织网

2012 年服装销售将继续受到量价背离的不利影响，我们预计上半年终端销售增速将继续下滑；虽然品牌商在 2012 年继续提价，生产原材料中的棉花价格大幅下跌，但毛利率未必能见到明显上涨，主要原因是人工、运输等其他成本的上涨抵消了提价和棉价下跌的正面影响。2012 年服装板块中我们看好子行业内外延扩张空间仍较大、销售渠道费用投入增速下降的优质品牌商。

## 煤炭行业

### 煤炭行业：等待下一个周期

从目前的下游数据来看，煤炭下游需求仍处于周期下行中。库存从 2011 年 6 月份开始出现了连续攀升，在需求回落、通胀下行、货币政策没有出现转向的条件下，这种意外的攀升其实是需求不好的征兆，也意味着企业即将进行周期运行中较为剧烈的去库存阶段。工业企业的去库存过程会导致大宗商品和煤炭价格的下跌，我们认为随着未来



需求逐步回落，对上游煤炭价格上涨将构成压力，煤炭价格明年将较难出现趋势性上涨行情。企业的库存行为同样会影响到焦煤价格，虽然 2012 年稀缺煤种供给瓶颈故事仍可以讲，但需求侧的弱化会缓解稀缺煤种紧张局面，我们认为焦煤价格会出现不同程度的回调，有稳有降，但上涨的可能性不大。

综合上述分析，在经济周期下降转向之前，行业难有趋势性投资机会。虽然目前行业静态估值 11 倍左右，但随着终端价格受限加之需求不畅影响，整体估值水平难以提升。从目前时点来看，2012 年煤炭股的主要机会来自于政策放松带来的波段机会和存在外延式发展企业带来的个股机会。

## IT 行业

### 通信行业

运营商层面，3G 渗透率的继续提升仍将是全年的主旋律。2011 年 11 月，我国 3G 用户达到 1.2 亿，预计 2012 年 3G 用户数将保持高速增长。随着 3G 和智能手机的普及，移动互联网应用行业将迎来黄金发展时期。我们看好的顺序依次为：移动互联网、智能手机和受益 3G 的运营商。

预计 2012 年国内电信行业资本开支将保持增长，其中联通增长幅度最大，电信和移动保持温和增长。从投资结构看，光通信和 3G 投资将是重点，我们看好光通信设备企业。全球范围来看，虽然在宏观经济的不确定性较大，但 3G/4G 投资的确定性仍然较高，我们看好能受益于该趋势的通信设备企业。

整个行业我们维持超配评级。

### 信息服务行业

在经济下行的大背景下，企业会在投资预算上趋于谨慎，信息化预算支出增速必然会受到影响，因此我们认为明年软件行业景气度要差于今年。但以信息化为主的智慧城市，云计算建设可能成为政府继大规模基础设施建设后又一拉动经济增长的方式。总体而言，明年行业亮点



将来自于政府信息化投资所带来的增长,但细分领域会有分化。看好 1) 智慧城市,包括智能交通,医疗信息化,平安城市的建设 2) 大数据概念:实际上是从大量数据有效利用的角度对云计算、物联网等概念的综合,以数据中心建设及运维为业务的公司是较好的投资标的。3) 语音合成识别行业:人机互动从鼠标到触摸屏,下一步就是语音,行业面临移动互联网和语音在家电,玩具,教学用具等行业应用爆发的起点。另外,明年一季度将会发布农业一号文,因此农业领域的信息化或将成为一季度的投资热点。

### 电子行业

2011 年电子行业基本面较差,申万电子元器件行业指数年初以来下跌 41.27%,在所有行业指数中跌幅位居第二。经过全年的深度调整,涌现出一批估值合理的股票,也为深挖个股提供了很好的机会。

目前电子行业仍然处于大周期的下行阶段,具体表现为库存水平处于 09 年以来高位,消化周期至少需要 2 个季度;主要半导体厂商削减资本开支计划,对行业未来预期保守。而我国电子行业出口占比大,受海外经济体表现不佳影响,短期行业需求也很难出现好转。

因此我们对 2012 年一季度电子行业仍持保守态度,建议低配,静待行业出现好转。投资标的方面,我们建议配置估值便宜,业绩有保障的防御性个股,同时规避周期性较强的相关个股。

## 汽车行业

2012 年的宏观形势表现在:油价仍处高位,用车成本居高不下,货币面 M1、M2 增速、GDP 增速指标持续回落,固定资产投资回落,消费者信心指数回落,行业面临的挑战要高于 2011 年。

**乘用车方面**,明年的传统 1 月汽车消费旺季由于包含春节长假有所影响,销量降温将持续至明年一季度,后因基数效应而转好。市场如何变化有待于有无利好政策、通胀指数、居民收入等指标的明晰,



我们对大环境变好持谨慎态度。供给层面，合资品牌 2012 年共新增产能 205 万辆，自主品牌 2012 年将增加 171 万产能，产能大量投放将对市场构成很大压力。供需逆转使公司间盈利分化将持续，对综合竞争力的要求更高，弱势公司将长期缺乏盈利机会。

**商用车：**客车方面，公共交通和旅游市场有助于使客车的需求保持稳定的增长，校车市场的启动更将提供新的动力。新能源 + 公交 + 校车，三者的指向均为客车行业，可作为主题投资的标的。货车与固定资产投资、基础设施建设、工程建设数量紧密相关，投资减速对行业增速继续产生不利影响，行业盈利能力将持续受到产能滞后释放的抑制。

汽车零部件行业相对于整车而言面临更好的成长性空间，占据核心产业链地位、产品不断升级从而使得先发技术优势不断得到强化的公司值得长期持有，边缘企业的盈利能力将会加速下滑。选股优先于行业投资。

综合来看，行业盈利能力可预见的平缓回落及公司盈利能力分化扩大化、长期化，使周期策略或简单看空看多行业的策略失效，而基于公司盈利能力稳定性的绝对估值投资策略成为可能。选择业绩增长稳健，估值低的公司作为投资标的。

## 农林牧渔行业

我们预计 2012 年农业行业中的子行业将呈现分化的局面，总体来说进入景气周期的下行通道。随着全球经济增速的下滑，主要农产品价格难以上涨，部分农产品面临较大的下跌风险。

从子行业来看，畜禽养殖行业将面临业绩大幅下滑的风险。随着 2011 年猪肉价格高点的出现，养殖户实现了 500 元/头以上的高利润区间，大大高于行业周期平均的 100 元/头，养殖户补栏意愿积极，生猪存栏量的增加使得明年的猪肉价格进入下跌周期的可能性较大。猪肉价格的下跌将带动与猪肉关联度很高的禽类养殖企业利润的下滑。



2011年同样也是禽类养殖企利润丰厚的一年，在产品价格屡创新高的2011年大量新的养殖户进入行业，行业内的龙头企业也积极进行了大规模的扩产，预计明年禽苗养殖企业和肉鸡养殖企业的出栏量将大幅度提升，禽类养殖行业将面临更大的价格下跌风险。

饲料行业的销量与下游养殖业的存栏量正相关，但吨利润由养殖户的养殖利润决定。如果养殖户的利润丰厚，饲料企业有较大的提价空间，但如果养殖户盈利情况不佳，也将挤压饲料企业的利润。总体来说饲料行业的周期要晚于养殖行业半年左右。我们预计明年行业整体在12年可能出现量增价跌的局面。

海产品养殖行业从企业本身来说明年量的增加非常明显，龙头企业均有较大幅度的捕捞量增加计划。行业未来的不确定性主要来自产品的价格风险。从产品品类来看目前上市的海产品养殖公司所出产的产品主要是海参、扇贝等定价较高的海珍品，其消费渠道以高端餐饮为主，这一消费渠道受经济周期的影响较大，因此未来价格存在较大的不确定因素。当然，市场对产品价格的担忧已经在11年的股价走势中得到了相当释放，未来如果产品价格能得到支撑，海产品养殖企业将在12年实现较高的业绩增长。

种业作为长期享有政策扶持的农业子行业，明年仍将获得优惠的支持政策从而取得基本面的改善。长期来看，龙头企业将持续获得资金支持、技术研发支持、国家打击套牌种子的监管支持、行业进入壁垒不断提高的门槛优势，同时，由于上市企业具有明显的资金优势，行业内的收购兼并将大量涌现。未来行业的风险主要集中于短期业绩和高估值之间的市场博弈。

## 医药行业

回顾 2011 年医药行业的走势,整体的表现不佳,特别是在上半年。分析其中的原因,我们认为主要是 2010 年医药行业涨多了, 2011 年在不确定的行业政策的配合下出现了下跌。截至到 12 月 27 日,医药指数下跌 35.8%,同期沪深 300 指数下跌 27.7%,跑输大盘 8.1 个百分点。

图: 医药生物行业和沪深 300 的相对走势



资料来源: Wind

站在这个时点上,我们应该怀疑医药行业是朝阳行业吗?我们仍然认为医药行业肯定是朝阳产业。随着经济的发展,人们收入水平的提高,人民健康意识的增强,医药产业肯定有广阔的发展空间,特别是国家建立全民医疗保险制度以来,由于政策的推动,整个市场的发展速势头良好我们相信,医药产业必定有美好的未来。

近期,医药行业政策面仍然面临很多不确定性,市场对医药行业的投资热情在不断下降。我们的态度是不管“风吹雨打”,只要找到有核心竞争力的企业就行。核心竞争力来自于成本、创新以及品牌。

最后我们预计未来 5 年医药行业的增长为 18%,好企业的利润增长预计将超过 20%。我们看好未来 3 个月医药行业的表现,继续加大医药行业的配置,看好有长期增长潜力的公司。



## 水泥行业

### 水泥行业：等待需求好转

继续沿袭我们一贯的分析框架，供给和需求是决定能否投资水泥行业的核心因素，站在目前的时点，我们可以看到的图景是：无论是房地产投资还是基建投资在未来6个月内都不如人意，但基于保障房加速建设和十二五开局的考虑，经济增速、投资增速、水泥需求增速不大可能出现崩溃式的下降，以上两个因素决定了水泥需求方面不必太过担心；但是在供给方面，虽然短期存在新建生产线集中投产冲击，但由于新产能停止审批、节能减排限电和淘汰落后产能等三大因素的叠加，将继续维持水泥行业的市场景气度。

基于上述分析，我们可以下的基本结论就是水泥行业短期存在景气回调风险，但中长期来看，这个影响因素基本可以忽略。另外从估值角度看，很多上市公司的吨企业价值基本接近于重置成本线，加之今年下半年以来的下跌已经基本反映了前述风险，故当前整体风险不太大。

## 玻璃行业

### 等待见底信号出现

我们对中短期浮法玻璃行业景气走向的判断是基本面前景不容乐观。政府持续高压的房地产调控政策预计将继续对房地产开发投资、开工及竣工面积产生一定影响，我们预计这一负面影响将在明年初开始体现，浮法玻璃需求增速下滑到底可能要在明年下半年才能见到；再次，玻璃行业目前集中度还比较低，企业协同效应较弱，当供需面产生变化时价格波动或加剧，唯一解决办法是自然放水淘汰，但目前我们观察到的放水比例还不够高。

在上述背景下，我们比较喜欢那些下游需求受政策调控影响较小，且具有X因素的个股，例如在节能减排的大背景下，节能和光伏玻璃

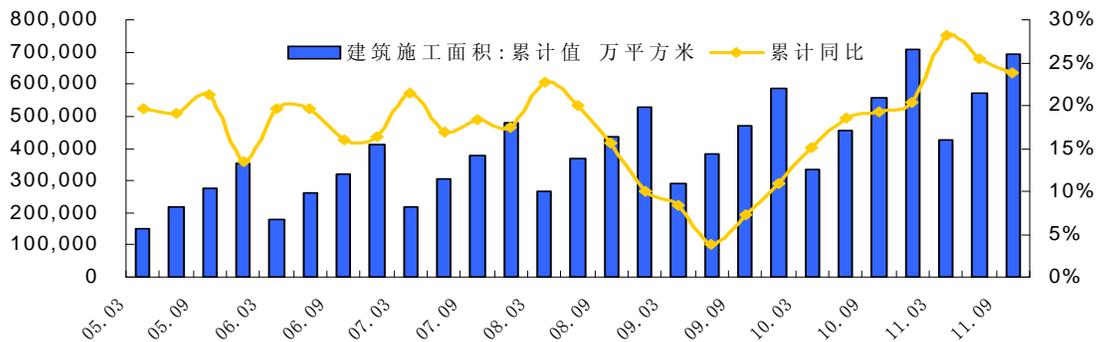
的发展空间正在逐步打开，政策的强力推行和需求的替代升级将在中长期推动行业向前发展。

## 建筑和工程行业

展望 2012 年,我们认为行业的投资机会将会集中在以下几个细分领域:

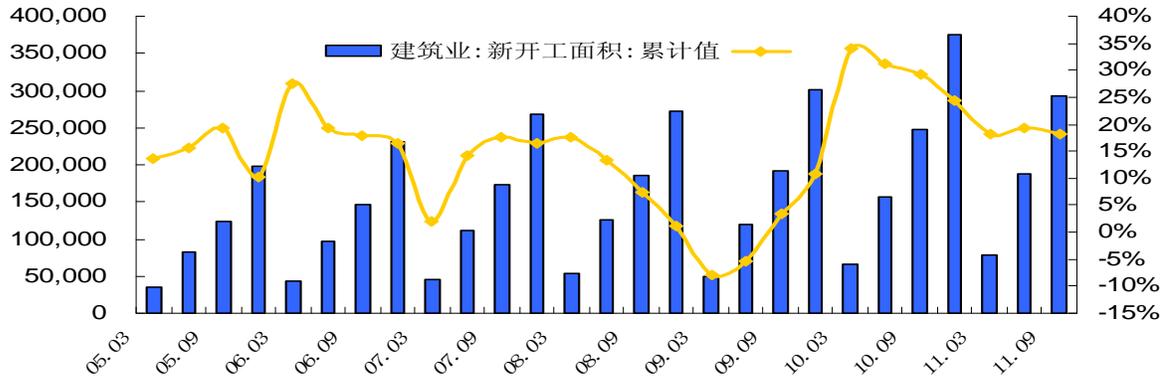
**装饰工程:** 从需求端看,装饰行业的需求总体依然旺盛,表现在建筑业的施工面积维持高位,建筑也累积新开工保持较高增长,行业在 2012 的需求情况仍比较旺盛,从供给端和行业特性出发,我们认为装饰行业市场容量大并持续增长,CR4 不到 1%,仍具备诞生大市值公司的潜质;同时受投标门槛、品牌效应、资金实力等因素的影响,行业整合仍在推进,集中度提升的趋势明显。回顾 11 年,行业内龙头公司人员储备、区域市场拓展取得了长足进步,相应的新签订单保持高速增长。而 12 年受地产调控及宏观环境影响,估值大幅下行。12 年我们认为行业需求依然旺盛,龙头公司的订单保障率较高,随着宏观环境的专暖,企业的现金流情况有望明显改善,这些高成长的公司将重现良好的投资价值。

图表1: 建筑施工面积累计同比



资料来源: 中国建筑装饰行业“十二五”发展规划纲要(讨论稿), 国海富兰克林基金研究部整理

图表2: 建筑新开工面积



资料来源：中国建筑装饰行业“十二五”发展规划纲要（讨论稿）、国海富兰克林基金研究部整理

**化学工程：**中国是一个严重多煤少油的国家，而基础化工产品大多数来自于石油，这就决定了我国对石油的依存度非常高，给国家能源战略甚至国家安全带来隐患。所以发展煤化工，从煤炭路径制造化工产品将是我们未来很长一段时间必须要走的一条道路。行业的投资机会还是集中在新型煤化工领域，要遴选在煤制天然气/烯烃/乙二醇方面具有优势的投资标的，赚技术和市场预期差的钱。（目前市场对新型煤化工的预期较高，建议等待预期回落和国家关于十二五煤化工产业政策的最最终定调）。

**水泥工程：**巴黎银行（EXANE BNP PARIBAS）和瑞士银行（UBS）有关部门分别发布了对未来5年世界水泥工业新增生产能力的预测报告，截止世界各国（除中国外）在2010年11月以前公布的最新信息显示，今后5年内（2011~2015）有40多个国家已计划新建的水泥生产能力共约4.2亿t，其中前10位的国家合计就达3.36亿t。按此测算全球（除中国）可以新增的工程订单在590亿左右。我们认为相关公司在海外的订单高峰并没有来临，未来5年随着新兴经济体的崛起，水泥工程的投资预计稳步增长，过去十年随着中国经济的发展，中国水泥工业在技术和品牌上取得了飞速发展，综合竞争力逐步提升，目前时点看相关公司的投资价值显现。

图表3: 全球水泥（除中国外）每年新增市场规模测算

图表4: 全球水泥计划新增产能



单位：亿吨	单位：元	单位：亿元	单位：亿元		单位：亿元
2011-2015	单吨投资	总体市场规模	平均每年	中材份额	每年可以新增
4.2	700	2940	588	37%	218
全球前40位国家（除中国）					

资料来源：《水泥工程》2011年1期，国海富兰克林基金研究部整理

(百万吨/a)  
2011-2015年

国家	计划新建产能
印度	92
俄罗斯	73
伊朗	50
印尼	30
巴西	27
尼日利亚	22
埃及	17
伊拉克	10
越南	8
埃塞俄比亚	7
	336

资料来源：《水泥工程》2011年1期

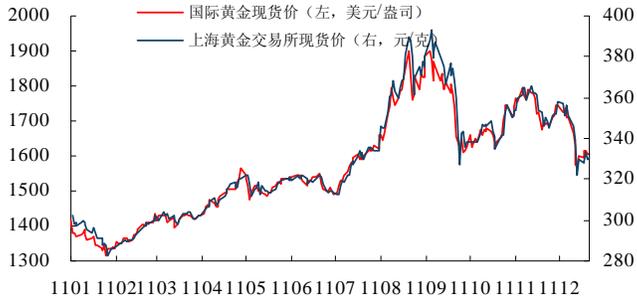
**水利工程：**“十二五”期间水利的总投资大概要达到1.8万亿左右，主要用于四个方面，其中用于农田水利建设资金约占20%，防洪工程、水资源配置和城乡供水能力提高工程，以及水土保持和生态建设资金分别占38%、35%和7%。一般农田水利、城市供水系统以及水土保持项目单体规模较小，大型水利项目主要集中在调水工程、江河治理和防洪工程等。市场容量方面，按照2011年3000亿的投资规模，如果规划的投资能够落实的话，未来四年还需投入1.5万亿，未来四年的年均复合增长率大约为10%。建议关注围海造田和水电建设方面的主题性机会。

## 有色金属行业

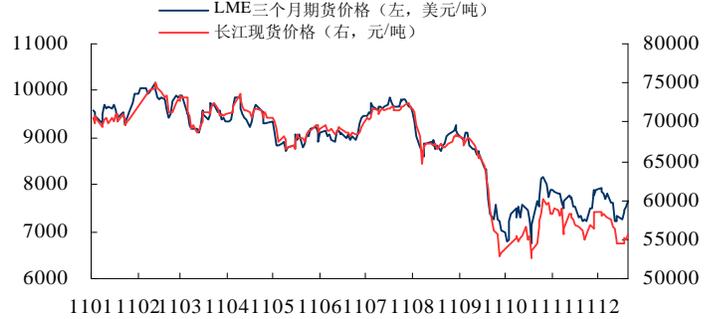
回顾2011年，受中国货币政策逐步收紧、欧洲债务危机不断演绎的影响，工业价格整体上呈现下跌态势，以铜为例，全年价格下跌20%；黄金方面继续保持强势，黄金价格全年上涨20%以上；稀土价格则走出过山车行情，自年初经历一波暴涨后自2011年中开始逐步回落。纵观全球表现，受产品价格回落和宏观环境趋紧的影响，A股申万有色金属行业指数全年下跌41.81%，跑输大盘。

图表5: 2011年国内外黄金价格走势

图表6: 2011年以来国内外铜价走势

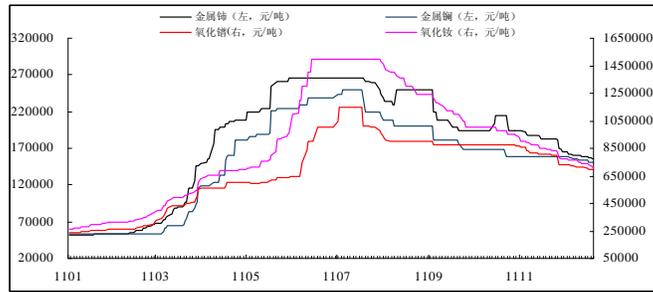


资料来源：国海富兰克林基研究部



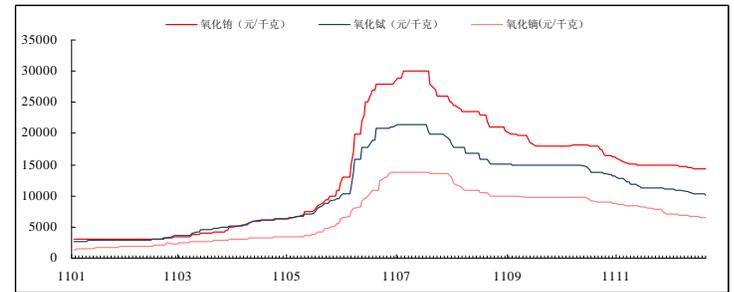
资料来源：国海富兰克林基研究部

图表7: 主要轻稀土价格走势



资料来源：国海富兰克林基研究部

图表8: 主要中重稀土价格走势



资料来源：国海富兰克林基研究部

工业金属库存方面，铅和锌的交易所库存大幅上升，其中铅的库存较2010年上升70%之多，锌上涨18%，铝库存经历了一波下降之后，2011年底大幅上涨，库存高企隐含了这些品种的需求疲弱。而供应相对偏紧的品种如铜、锡和镍的库存有不同程度的下降，表现出的需求状况要强于其他品种。

图表9: 工业金属全球交易所库存情况（截至2011-12-23）

2010年以来库存统计							单位：吨
	铝	铜	锌	铅	镍	锡	
最新库存	5142491	534192	1192364	356225	90042	11835	
一周库存变化	130245	-6081	59290	-1850	1332	-365	
一周变化比例	2.60%	-1.13%	5.23%	-0.52%	1.50%	-2.99%	
较10年底变化	424272	-33866	180204	147950	-45630	-4440	
较10年底变化比例	9.0%	-6.0%	17.8%	71.0%	-33.6%	-27.3%	
<b>2010至今</b>							
最高	5144966	794659	1296690	388500	166476	27905	
最低	4552955	523575	661000	146775	83160	11580	

注：上述库存为该品种在LME、COMEX及SHFE的库存合计数据。

资料来源：Bloomberg，国海富兰克林基金研究部整理

展望2012年，我们看好的投资品种和建议采取的投资策略归纳如



下:

**工业金属方面**，主要的机会还是在供给面偏紧的铜和锡。从供给来讲，铜和锡全球供给的集中度较高，供给状况在所有的品种中最紧。但从需求角度来讲，全球以铜为代表的工业金属价格有下行的风险，主要基于以下几点，首先，全球 OECD 领先指标和 PMI 指标均显示全球经济增速放缓，金属需求前景不容乐观；其次，中国作为最大的需求国，其主要下游建筑、家电、汽车、电子行业的需求增速均开始放缓，金属进口量缩减，中国政府 4 万亿投资刺激效应逐渐减弱，中国的基建投资高峰已过，金属未来需求由中国带来的边际增量在逐渐减弱；最后，欧债危机仍然没有最终解决，投资者回避风险资产买入美元资产的趋势短期难以改观，资金流出商品市场降低了基本金属的金融属性。鉴于此，我们建议采取的投资策略是，关注基本金属中铜和锡相关投资标的，特别是预期未来几年产量和储量有较大增长的上市公司，耐心等待宏观环境转暖后的投资机会。

**黄金**。短期来讲，全球去杠杆和美元升值冲击了黄金的投资需求，但中长期看，支撑金价走高的核心逻辑并没有发生根本性的变化，1) 低利率：一般认为在实际利率为负的情况下，有利于黄金价格的上涨，因此在美国加息周期未启动之前，黄金价格继续上涨的大逻辑仍然存在。2) 低储备：全球各大央行自 09 年以来开始寻求增加黄金储备，这一趋势仍在延续，高外汇储备需求国家寻求储备资产多元化的预期持续存在。3) 避险：各大经济体债务危机并未完全散去，而与此同时，世界诸多区域地缘政治冲突不断，黄金作为避险品种方面的需求依然存在。目前 A 股黄金股的估值相对处于非常低的位置，已经抹去此前因为资产注入预期市场给予的估值溢价，估值与海外可比黄金估值相当，随着未来金价的走强，黄金股有望重拾投资机会。

全年继续关注中国优势金属的整合进程所带来的投资机会，以及新材料领域中有竞争优势的成长性公司。我们国家处于经济发展转型期，将新材料行业作为战略新兴产业与先导产业，同时国家发布了新材料“十二五”规划，预计未来将陆续受国家相关产业政策支持，重点关注稀土永磁材料、钨与硬质合金材料、非晶带材、高端钛材。



## 电力行业

四季度电煤限价及电价上调带来阶段性机会，火电企业盈利改善且有望延续到明年上半年。四季度受到电价上调、电煤限价以及本身经济回落煤价上涨乏力的刺激，火电板块走出了两波上涨行情，成为沉闷市场上的一抹亮色。虽然11年国内部分地区出现软缺电（发电企业发电意愿不强，来水情况太差等）甚至硬缺电（电源装机较低），利用小时的回升已经是大概率事件，但预计2012年全国性的电力紧张出现的可能性仍然不大。考虑到明年政策微调和经济增速的恢复，未来主要的矛盾仍将是电价与煤价之间的矛盾，利润在火电和电煤企业的分配的问题。

### 电价定价体制改革是改善整个行业长期盈利模式的重要因素。

11年电力板块表现平平，估值水平相对不高，电力企业利润回升的确定性加大，因此封杀了目前电力估值的下降空间，然而板块行情的出现仍然需要导火线，最值得关注的就是电价改革，这是影响未来全年电力行业利润情况最大的不确定因素，也是改善整个行业长期盈利模式的最重要因素。

### 清洁能源在十二五期间迎来快速发展良机。

十二五清洁能源发展提速及成定局，节能减排和经济结构转型或促2011年用电增速由2010年的14%回落至9%，利用小时则基本持平，而其中水电、风电等清洁能源都将面临重大的发展机会。

综上，火电行业在经历了三年业绩低谷后盈利有所回升，底部已经确立，受益于经济回落煤价下跌且受限，以及电价上调，电力企业明年上半年盈利能力将明显改善，但整体性机会仍有待电价改革带来的盈利模式的改变，仍给予电力板块“中性”评级。整个板块的估值方面仍然没有较好的提升机会，但防御性较高，根据投资目的的不同，可以关注以下三类机会，一是真正意义上的防御性品种——业绩稳定且受益于节能调度政策、未来有水火同价预期的水电企业；二是受益电价上调弹性较大的公司；三是面临区域性机会或有资产注入机会的



火电企业和煤电一体化企业。另外，涉足核电、风电、垃圾发电等清洁能源类的公司也将有较好的表现。

## 电力设备行业

电源投资方面，我国新一轮电源投资有可能启动，但受宏观经济前景的影响，具体启动时间仍存在较大不确定性。依照节能减排的承诺，电源投资中我们看好水电、核电方面的投资机会；太阳能和风电行业长远前景不错，但需要一段时间来消化行业产能过剩、短时期内需求不足的局面。

输配电行业，预计 2012 年电网公司资本开支仍将保持增长。考虑到其中的结构性因素，特高压和配电环节值得关注。此外，因行业产能仍存在过剩，行业洗牌的趋势仍将继续，我们看好有望在这一过程中胜出的国网系公司和竞争力特别突出的公司。

整个行业我们维持谨慎看好的评级。

## 机械行业

2011 年随着“4 万亿”经济刺激计划的退出和限购限贷的房地产调控措施，以及国家为了控制通胀水平采取的信贷紧缩，国内投资增速呈现逐步下行的态势，机械行业增长放缓，企业利润表现欠佳。2012 年房地产调控进入关键时期，房地产投资和新开工面积增速下滑，而政府强调的产业结构调整 and 战略新兴产业发展可能初见端倪，重点关注符合政策鼓励方向，需求比较确定和进入壁垒较高的子行业。随着通胀压力的消除和经济下滑压力加大，信贷和房地产放松的可能性加大，需要关注政策放松给投资相关性强的行业带来的机会。

### 工程机械行业

长期来看，我国工程机械需求的基本面并没有改变：水利基础设施建设、保障房建设以及加大开发新疆等西部地区的措施必将掀起新的建设热潮。其中，挖掘机因国产化率低而面临更大的市场机会，而推土机、装载机等品种虽然已经完成了进口替代，但在全球市场还大



有可为。未来随着我国工程机械企业规模，研发能力和管理水平的不断提高，在国际市场中的竞争力也将不断加强。

虽然保障房政策、水利基建政策、劳动力成本上升等外部因素以及工程机械公司激进的销售策略共同造就了今年一季度火爆的销售状况，但市场普遍担忧的二季度基建投资增速放缓或低于预期已经兑现，而之前预期的三、四季度流动性放松和政策推动都没有出现，需求继续下行，并且工程机械企业目前经历的新一轮产能扩张也将在未来 3 年引发激烈的市场竞争。因此，在周期波动中保持相对稳定的成长，是所有工程机械行业公司必须面对的挑战。

基于上述分析，2012 年我们应重点跟踪国家宏观层面情况转变的态势以及各公司应对周期性的能力，倾向于选择具备较强研发和创新能力的专业化公司、超跌品种以及自身成长性可以相对抵抗周期波动的企业。

### 高端装备制造业：拐点来临

在行业划分上，没有高端装备制造业这个行业，但这是未来五年发展潜力最大的行业，大约可以细分为以下几个方向：高端智能装备制造业；航空装备制造业；航天装备制造业；海洋工程装备制造业；轨道交通装备制造业等。

我国制造业的发展无论从设计还是制造上都进入一个必须升级突破的时代，在国家政策大力支持和企业发展内生驱动双作用下，我国高端装备制造业迎来黄金增长，成为国民经济重要的支柱产业

过去的三个季度虽然在高铁、核电板块的一系列负面消息的驱动下多个产业的成长速度低于预期且未来成长前景清晰度下降，但从总体上来说，高端装备制造行业还是应该在曲折坎坷中逐渐走向繁荣，目前阶段我们不但要把握好产业升级带来的行业性机会，更应该仔细筛选哪些企业具备足够的核心竞争力和面临广阔的市场，能够在高端装备制造业发展大潮中成为赢家。

### 食品饮料行业：



## 食品饮料行业：从 CPI 变化把握 2012 年食品饮料子板块的投资机会

食品饮料行业因为利润率的高低以及子板块不同属性，和 CPI 的相关度比较高。在通胀比较高的时候，中高端白酒作为比较好的抗通胀品种也带来了比较好的投资机会。大众快速消费品在 CPI 下行通道中也会面临主要原材料成本下降带来的毛利率提升，从而会有明显的投资机会。

### 白酒行业：行业继续高速增长背景下要随时跟踪高端白酒的终端销售增速和零售价

今年一线高端白酒的行情起自 4 月初，终结于 8 月底，但绝对收益空间被继续压缩，五粮液最低点到最高点只有 30% 收益率，相对于 2010 年五粮液 70% 收益率，已经大幅度压缩。站在现在时点看明年高端白酒行情，我们认为中国长久的白酒消费文化和中产阶级的崛起还是支撑白酒行业的持续增长，但竞争力较弱的二三线白酒要密切关注终端消费趋势

### 低价快速消费品行业的行业前景：

大众快销品的投资机会来自于原材料成本下降带来的毛利率提升，我们需要密切关注麦芽成本的变化从而判断对啤酒行业的投资机会。肉制品市场集中度不高，还有行业集中度提升的空间。细分品类的食品公司，需要从公司所处子行业，行业发展空间，公司品牌力度，公司营销能力来判断公司的持续发展能力。

## 交通运输行业：

航空机场：航空警惕短期供给增加，机场非航业务成为增长亮点



由于宽体机引进比例和飞机利用率的增加，2012年上半年可能出现供大于求的局面，航空公司为保持客座率，票价将与2011年持平或略低，航空公司业绩很难实现正增长。机场行业消费属性日渐增强，非航业务成为增长亮点，未受扩建周期干扰的机场业绩增长确定；2012年或将启动内航外线起降费的调价，这将对内航外线占比较高的机场公司构成实质性利好。

### 航运：三大市场运力供过于求，2012寻找周期底部

2011年欧美经济复苏低于预期，全球航运市场出现二次探底，1-11月全球干散货、原油和集装箱运价指数分别同比下跌46%、12%和12%，航运业重回2008年下半年的惨淡状况；2012年航运三大市场仍将面临运力供过于求的局面，大量新船交付致使运价持续低迷。干散货：在中国固定资产投资减速的背景下，2012年干散货运力增速仍将达到两位数以上，供给过剩状况仍将延续，预计BDI在1500-2500点之间震荡；集运：由于市场预期欧美经济增速将呈现前低后高走势，我们认为2012年一季度集运公司的亏损幅度环比可能进一步扩大，而远洋航线仍须面对巨大的大船供给压力，市场反弹将继续受到阻碍；油运：油运市场所要经历的周期较前两者更为漫长，原因在于油运需求的增速极低，外加油运市场运力供给过剩的局面难以改善，预期2012年全球油运市场将延续底部震荡的概率较大。

### 铁路：资金压力倒逼铁道部思变，改革红利值得期待

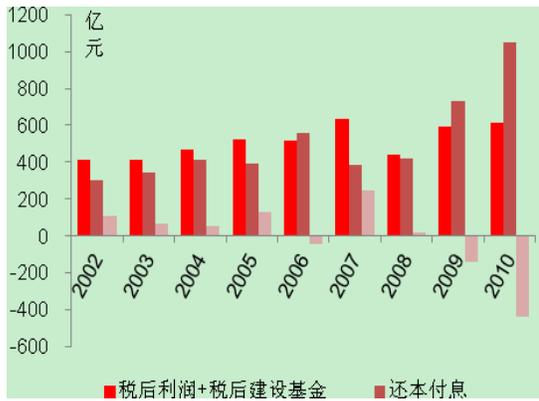
“十二五”期间，全国铁路基建投资规模或将缩减至年均4500亿元左右，和2010年的7000亿元相比，虽然已经大幅缩减36%，但仍面临较大规模的资金缺口，融资困难以及盈利能力低下都将倒逼铁道部进行改革。我们认为，铁路行业应通过进一步市场化来提高经营效率和效益，源自企业自主经营权的释放而产生的改革红利将值得期待。此外，2012年，在CPI进入下行通道的过程中，我们认为，货运价格的上调将是大概率事件。2012年底至2013年初，“四横四纵”高铁客运网的建成，将极大的释放铁路货运能力，集装箱货运或将迎来大发展。

图 1： 自 2009 年以来铁道部主要收入尚不够还本

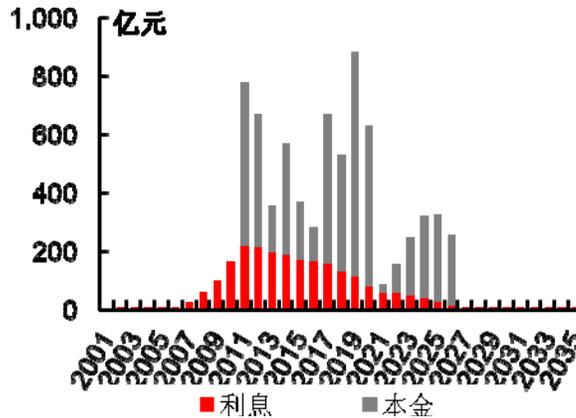
图 2： 未来 15 年铁道部偿还债务压力较大



付息



资料来源：铁道部，国海富兰克林基金研究部整理



资料来源：铁道部，国海富兰克林基金研究部整理

**公路：2012 年客货运量增速或将放缓，政策不确定性继续压制板块估值**

2011 年 1-10 月，全国公路客货运量分别实现 8%和 15%的同比增速，受 2012 年宏观大环境的影响，我们预计全国公路客货运量需求增速将有所放缓，分别增长 7%和 10%；此外，政策不确定性将继续压制公路板块估值，我们认为，待 2012 年部委复核完成后，收费政策的风险才有可能得到释放。

**物流：2012 年主题投资当道**

物流行业收入规模已经超过 3 万亿元，年均增速达到 15%-30%，从经验来看，未来物流行业的发展趋势是实现外包比例和行业集中度的双提升。由于目前 A 股物流类上市公司的商业模式缺乏吸引力，我们认为，2012 年将是主题投资当道的一年：我们主要关注未来可能出台的营业税降低、增值税推广、鼓励并购等政策以及煤炭物流等四个子规划。

**旅游行业：**

展望 2012 年的旅游行业，居民收入增长、闲暇时间增加、消费升级从物质过渡到服务依然是推动旅游行业增长的重要力量，低收入阶层旅游消费支出快速增长推动的新一轮上升周期。预计十二五期间，



旅游收入将保持 13-15% 的年均增长率，景区、免税业、经济型酒店和连锁餐饮等细分行业成长性最为突出。

景区重新回到投资视线，取决于旅游大众化趋势，低收入群体的首选依然是知名景区。另一方面，新景区的培育时间较长，行业供给难以满足居民出游需求的快速释放，现有知名景区依然具备收入成长空间和定价权。景区是下一轮大众旅游的主要受益板块。

文化旅游将是 2012 年的另一热点。中央促进文化事业发展，并将此提升到政治高度，而旅游则是文化产业的主要落脚点。在政策支持上，预计《国民休闲纲要》将带薪休假制度化，以及恢复“五一”黄金周的可能性。减税、提高最低工资标准等意在改善民生、促进消费的政策都将在中长期对国内旅游消费构成利好。以文化为载体的连锁演艺公司将获得更多的政策支持。

免税业、连锁景区、经济型酒店和连锁餐饮等细分行业分别拥有牌照垄断优势、与文化的结合优势或规模经济优势而享受高资本回报率，预计未来五年复合成长率保持 20-25%，继续保持较高水平。

综合来看，旅游行业在 2012 年依然面临良好的投资环境，行业的估值水平处于合理区间，横向比较的高估值说明了投资者对旅游行业良好的基本面以及在经济下行周期中兼具防御性的认可。关注焦点集中在成长性方面。